

米国経済の見通し

～企業部門が持ち直すなか、個人消費が牽引し景気の緩やかな回復が継続～

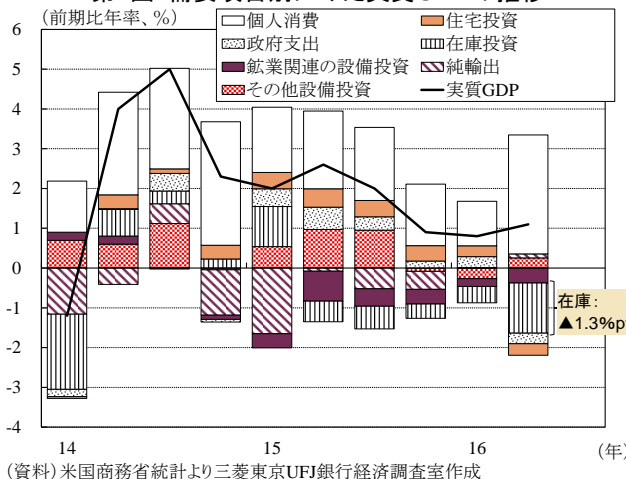
1. 米国経済の現状

4-6 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率+1.1%と 1-3 月期（同+0.8%）からは僅かに加速したものの、3 四半期連続で同+1.0%内外の成長に止まる低調な結果となった（第 1 図）。需要項目別にみると、個人所得の堅調な増加を受けて個人消費は同+4.4%と大幅に増加し成長率を押し上げたが、原油安によるエネルギー関連投資の減少が続いたことで設備投資が 3 四半期連続でマイナスとなったほか、在庫投資が寄与度で同▲1.3%ポイントと 5 四半期連続で成長率を押し下げるなど、企業部門が総じて冴えない動きを続けている。米国経済は企業部門を中心に軽度の「グロース・リセッション」に陥っていたと捉えることもあながち的外れではあるまい。

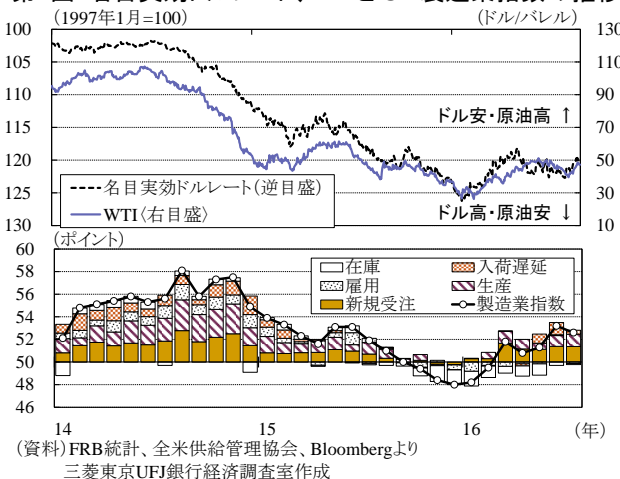
もともと、今次成長率低迷局面は企業部門、特に財生産部門に集中しており、その原因も比較的容易に特定できる。即ち、昨年後半から年初に掛けて急速に進行したドル高、原油安が製造業部門と鉱業部門に下押し圧力を掛け、輸出低迷に伴う在庫調整やエネルギー関連投資の減少をもたらしたと考えられる。しかし、原油価格は既に 2 月中旬に底入れしており、急速なドル高進展も一服したことを踏まえると、企業部門は既に回復に転じているとみてよい。実際、ISM 製造業指数は 3 月以降 5 ヶ月連続で分岐点となる 50 を上回って推移しており、製造業での生産活動の緩やかな回復が示唆されている（第 2 図）。

また、家計部門を取り巻く所得環境が引き続き良好な状態を維持しているのは心強い材料といえる。非農業部門雇用者数は、5 月に増加ペースが前月比+2.4 万人と急減速し、雇用環境の改善腰折れが懸念されたが、その後の 2 ヶ月間は同+25 万人を超える増加となり、雇用の拡大継続が確認された。賃金の伸びも依然低めながらも緩やかに上向きつつあり、雇用情勢は量・質ともに家計需要を支えている。

第1図：需要項目別にみた実質GDPの推移



第2図：名目実効ドルレート、WTIとISM製造業指数の推移



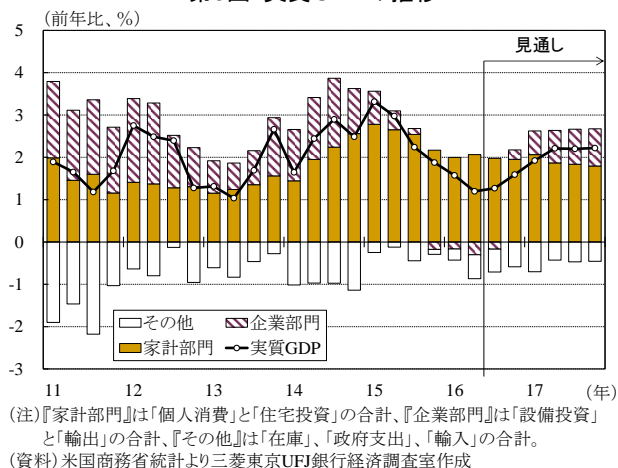
2. 今後の見通し

米国経済はこの先、昨年末から今年前半の低成長局面から脱し、総じて年率 2%強の回復ペースに戻るものと予想される（第3図）。家計部門では、労働需給は引き締まってきているものの、“逼迫”という程には過熱しておらず、今後も労働市場の改善による個人所得の増加が消費の拡大を支える余地がある。また、4-6月期に前期比減少となった住宅投資も改善する公算が大きい。堅調な所得の増加と低金利環境に支えられ、住宅価格が上昇する中でも家計の住宅に対する購買力は 2000年代と比べれば依然高い状況にあり、住宅販売は好調を維持している（第4図）。弱含んでいた企業部門では、製造業やエネルギー関連産業など一部セクターにおけるドル高・原油安のマイナス影響が一巡することを受け、輸出や設備投資は緩やかに持ち直していくと想定される。金融政策では、インフレ率の拡大ペースが緩やかなものに止まるほか、世界経済の先行きや金融市場の安定に引続き懸念が残る状況においては、FRBによる利上げペースは非常に緩やかなものとなる可能性が高く、利上げが景気後退の契機となる懸念は小さい。

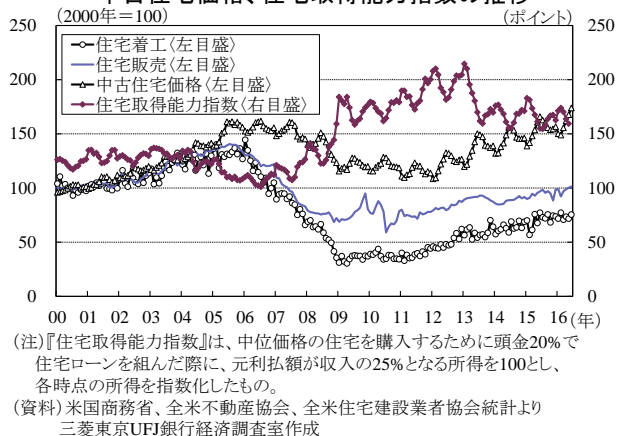
見通しに対するリスク要因として、企業の資金調達環境の悪化による景気の下押しが挙げられる。原油価格が底入れするなかで企業業績への下押し圧力は徐々に弱まり、資金調達環境の全般的な悪化は避けられるとみているが、金融機関の商工業ローンの不良債権比率は上昇しており、同ローンへの貸出態度厳格化が続いている点には引き続き注意が必要である。また、政治イベントとして11月に大統領選が控えている。現時点の世論調査をみる限りクリントン氏が優勢であるが、9月末から3回の候補者討論会があり、ここで支持率が大きく変動することも考えられる。トランプ氏の支持率が再上昇した場合には、政権与党交代に伴う政策変更等先行きの不透明感が高まり、投資の手控え等が起こる可能性がある。

なお、Brexitによる欧州経済の減速は輸出を通じて米国経済に影響を与えるが、米国のGDPに占めるEU向け輸出の割合は2015年時点で3%程度に過ぎないため、その影響は当面限定的なものに止まると考えられる。

第3図：実質GDPの推移



第4図：住宅着工件数、住宅建設業者の景況感と中古住宅価格、住宅取得能力指数の推移



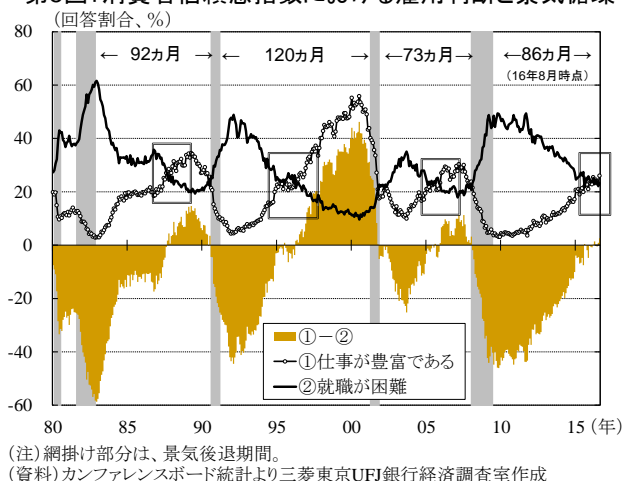
3. 見通し上のキーポイント

(1) 労働市場の改善継続と堅調な消費マインド

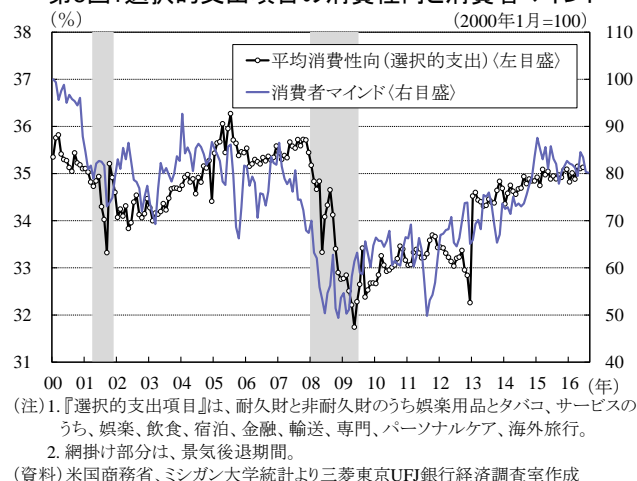
今後の景気回復の持続性を見通す上では、家計の需要拡大を支える雇用・所得環境の動向が引き続き重要なポイントとなる。失業率が金融危機前の水準近くまで低下し、また回復局面が長期に及んでいることから雇用環境は成熟期を迎えているとの見方もあるが、実際の労働市場は依然として回復の途上であり、労働需給が逼迫し回復局面が終了するまでにはまだ時間があるものと考えられる。賃金の上昇ペースは緩やかに加速しているものの、足元でも前年比+2.6%程度であり、過去同程度の失業率であった時期の賃金上昇率が3%台半ばに達していたことと比べると、まだ過熱感はみられないと評価できる。これは、労働参加率が低水準にあることや、不本意ながらパートタイムで働いている人が依然として多いことなど、雇用のスラックが残っていることに起因する。家計からみた雇用環境の改善度合いをみても、足元の状況は景気回復期中頃程度と考えられる(第5図)。求人数等からは企業の雇用意欲が依然として強いことも確認され、労働市場の改善はこの先も当面継続すると考えてよいだろう。

また、消費者マインドは金融危機前と同程度の高い水準を維持している(第6図)。家計支出のうち、医療・教育・通信といった基礎的なものを除くサービス消費支出に娯楽用品購入のための支出を加えた「選択的支出」が可処分所得に占める割合をみると、消費者マインドの改善に合わせて上昇基調にあり、所得の増加が消費の拡大に繋がりやすい状況が続いていると考えられる。先行き、個人消費の緩やかな拡大が続く可能性は相応に高い。

第5図: 消費者信頼感指数における雇用判断と景気循環



第6図: 選択的支出項目の消費性向と消費者マインド



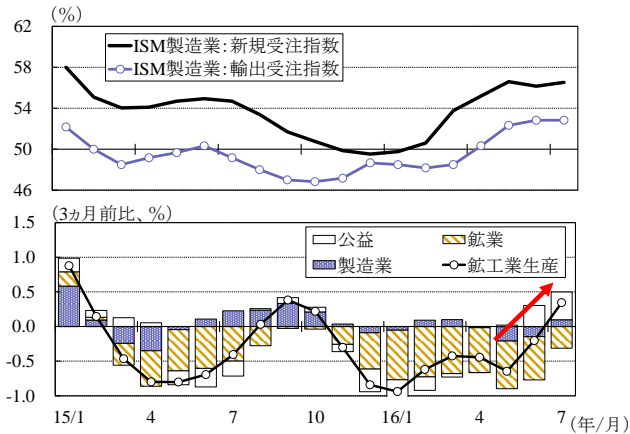
(2) 企業活動の持ち直しと設備投資の行方

2月中旬までのドル高・原油安の進展は、製造業やエネルギー関連産業といった一部セクターの重石となってきたが、漸くその影響が一巡しつつある。ISM 製造業指数の内訳項目である新規受注指数は、鉱工業生産に対して先行する傾向があるが、1月以降好不調の分岐点となる50を上回って推移しており、それに伴い鉱工業生産も勢いを取り戻してき

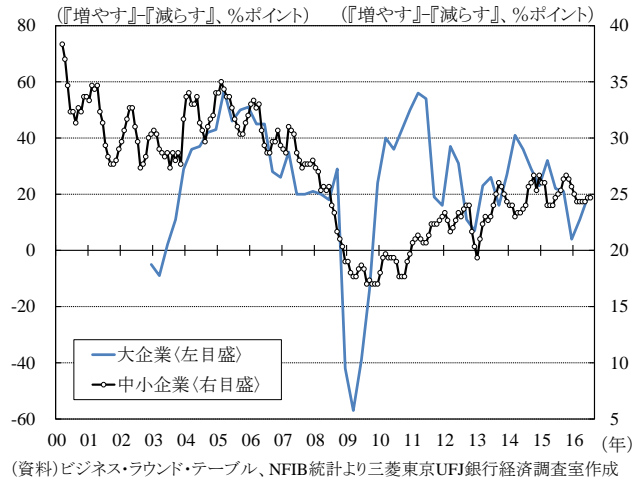
た（第7図）。新規受注指数は先行きも鉱工業生産が緩やかながら増加することを示唆しており、これまで停滞していた製造業や鉱業の生産活動は、在庫調整の進展と相俟って持ち直し基調が強まっていくとみられる。

また、原油価格の底入れを受け、リグ稼働数の低下にも歯止めが掛かっており、これまで減少が続いていた鉱業部門の設備投資は早晚下げ止まる見込みである。企業部門全体を俯瞰しても、世界経済の先行き不透明感が高まる中で設備投資意欲は腰折れしていないことが見て取れる（第8図）。今後、生産活動が緩やかに回復する中で設備投資は増加基調に復していくとみてよかろう。もっとも、製造業の設備稼働率は2000年から2007年の平均を下回る状況が続いており、資本ストックに不足感はない。暫くは設備投資の回復ペースは緩やかなものに止まるだろう。

第7図：鉱工業生産と製造業ISM受注指数の推移



第8図：大企業と中小企業の設備投資計画



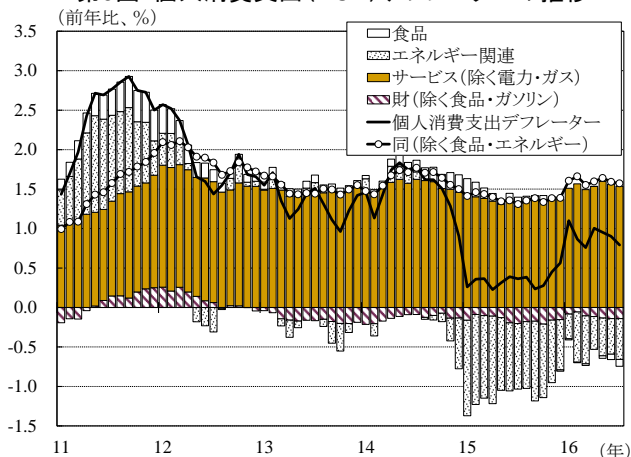
4. 金融政策と長期金利

連邦準備制度理事会（FRB）は米国経済の先行きについて相応に自信を持っているとみられることに加え、次の景気後退期に備えた利下げ余地を確保しておく観点（金融正常化）からも、昨年12月の利上げ以降常に次の利上げのタイミングを計ってきた経緯にある。今年に入ってからの5回の連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げを見送ってきたのは、主として海外経済の弱さや年初の金融市場の動揺が理由である。5月前後に再利上げの地ならしに動いたこともあったが、この時は一時的に雇用統計が下振れたことに加え、英国のEU離脱を巡る国民投票等があり、最終的には利上げを見送った。足元ではBrexitも材料視されなくなるなど金融市場も落ち着きを取り戻しており、雇用環境の改善継続も確認されたことで、再び利上げに向けた気運が高まりつつある。FOMCのメンバーから利上げ再開に前向きな発言が相次いでいることに加え、8月26日にはイエレン議長が「利上げの論拠はこの数ヵ月間で強まった」との認識を示したほか、フィッシャー副議長も、イエレン議長の発言は9月利上げの可能性を残している旨述べた。物価の上昇ペースは原油価格低下による押し下げ効果が残る抑制された状況が続いているが（第9図）、労働市場の

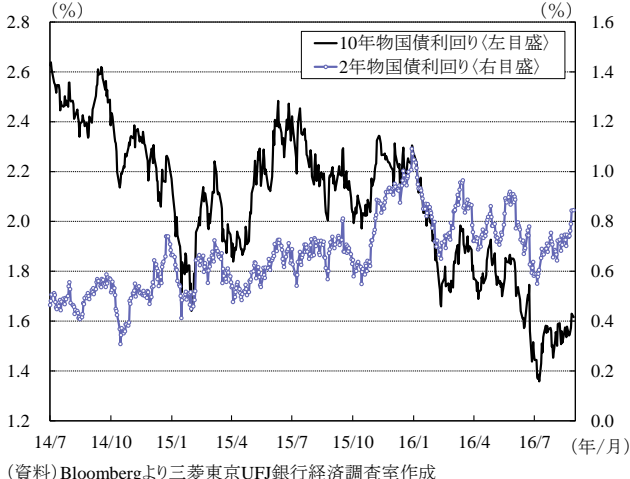
改善基調持続が確認できれば、FRBはこの先も金利正常化に向けて追加利上げに踏み切ろう。次回利上げは大統領選挙後の12月と予想するが、足元のFRB要人が5月の早期利上げ地均し時に似た発言活動を展開しつつあることを鑑みれば、雇用統計次第で更に前倒しする可能性も否定できない。

長期金利は、英国国民投票後の早期利上げ観測の後退を背景に7月上旬には一時1.3%台まで低下したが、その後は再び利上げ観測が高まったことから1.6%台に戻している。この先、FRBによる利上げ実施が市場に織り込まれるにつれ、長期金利は緩やかながら上昇に向かうと予想される。但し、潜在成長率が以前より低位に止まるとみられる中では利上げペースも緩やかなものとならざるを得ず、長期金利の上昇は限られたものとなるだろう。また、主要国・地域で中央銀行が金融緩和政策を続け、市中金利もマイナスを含めて低位に抑えられている中では、米国債への需要も根強く、この点も長期金利の上昇を抑制する要因になるとみられる。

第9図:個人消費支出(PCE)デフレーターの推移



第10図:10年物国債と2年物国債の利回りの推移



(玉城 重人)

米国経済・金融見通し

見通し

	2015				2016				2017				2015年	2016年	2017年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12			
1. 実体経済															
実質GDP（前期比年率、%）	2.0	2.6	2.0	0.9	0.8	1.1	2.3	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.6	1.4	2.1
個人消費	2.4	2.9	2.7	2.3	1.6	4.4	2.4	2.3	2.3	2.4	2.3	2.2	3.2	2.6	2.5
住宅投資	13.3	14.9	12.6	11.5	7.8	▲ 7.7	6.5	6.4	5.7	5.2	4.9	3.5	11.7	6.1	4.7
設備投資	1.3	1.6	3.9	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 0.9	2.8	3.2	3.5	3.6	3.7	3.7	2.1	▲ 0.6	3.1
在庫投資（寄与度）	1.0	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 1.3	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.2	▲ 0.5	▲ 0.1
政府支出	2.6	3.2	1.9	1.0	1.6	▲ 1.5	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.2	1.8	0.9	0.4
純輸出（寄与度）	▲ 1.7	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.5	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	▲ 0.6	▲ 0.2	▲ 0.2
輸出	▲ 5.8	2.9	▲ 2.8	▲ 2.7	▲ 0.7	1.2	2.3	2.6	2.7	3.1	3.2	3.5	0.1	▲ 0.2	2.7
輸入	5.6	2.9	1.1	0.7	▲ 0.6	0.3	3.1	3.5	3.6	3.7	3.2	2.6	4.6	0.9	3.2
国内民間最終需要	2.6	3.1	3.3	1.7	1.1	3.0	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.5	3.3	2.3	2.7
名目GDP（前期比年率、%）	2.1	4.9	3.2	1.8	1.3	3.4	4.0	3.9	4.0	4.1	4.1	4.1	3.7	2.8	4.0
鉱工業生産（前期比年率、%）	▲ 1.9	▲ 2.7	1.5	▲ 3.3	▲ 1.7	▲ 0.8	1.4	1.8	1.8	2.1	2.1	2.2	0.3	▲ 0.9	1.7
失業率（%）	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7
生産者物価（前年比、%）	▲ 3.2	▲ 3.3	▲ 3.3	▲ 3.4	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 1.2	0.3	1.9	1.9	1.9	2.1	▲ 3.3	▲ 1.2	2.0
消費者物価（前年比、%）	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	1.1	1.1	1.4	1.7	2.3	1.9	2.1	2.1	0.1	1.3	2.1
2. 国際収支															
貿易収支（億ドル）	▲ 1,935	▲ 1,909	▲ 1,898	▲ 1,884	▲ 1,864	▲ 1,868	▲ 1,965	▲ 1,990	▲ 1,996	▲ 2,001	▲ 1,997	▲ 2,003	▲ 7,626	▲ 7,688	▲ 7,996
経常収支（億ドル）	▲ 1,145	▲ 1,119	▲ 1,231	▲ 1,134	▲ 1,247	▲ 1,093	▲ 1,185	▲ 1,210	▲ 1,212	▲ 1,213	▲ 1,205	▲ 1,207	▲ 4,630	▲ 4,735	▲ 4,837
3. 金融															
FFレート誘導目標（%）	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.25-0.50	0.50-0.75	0.50-0.75	0.75-1.00	0.75-1.00	1.00-1.25	0.25-0.50	0.50-0.75	1.00-1.25
3ヵ月物ユーロドル金利（%）	0.3	0.3	0.3	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	1.2	1.3	0.3	0.7	1.1
10年物国債利回り（%）	2.0	2.2	2.2	2.2	1.9	1.8	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.1	1.7	2.0

(注)『FFレート誘導目標』は、期末値。『3ヵ月物ユーロドル金利』と『10年物国債利回り』は、期中平均値。

(資料)各種統計、Bloomberg等より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

照会先：三菱東京 UFJ 銀行 経済調査室 玉城 重人 shigeto_tamaki@mufg.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。